

## 新《基金法》关于法律调整 范围规定的评析

郝 金\*

**摘要:**新《基金法》于 2012 年 12 月 28 日经十一届全国人大常委会第三十次会议审议通过,已于 2013 年 6 月 1 日起实施。新《基金法》明确了“公开募集”与“非公开募集”的界限,将私募基金纳入规制范围,并统一了金融机构私募基金业务的执业规则和监管要求。调整范围的扩大,适应了资产管理行业发展的实践需要,有助于规范私募基金运作。修订过程中,法律的调整范围一直是本次修法的重点问题,也引起了广泛的争议,本文拟结合相关制度修订的背景、主要内容和争议情况,就新规定的理解和适用进行初步探讨。

**关键词:**新基金法 调整范围 资产管理 私募股权基金

《证券投资基金法》(以下简称原基金法)于 2003 年 10 月审议通过,2004 年 6 月 1 日起施行。原基金法仅规范基金管理公司公开募集的、投资于证券市场的证券投资基金。随着基金行业的迅速

---

\* 中国证监会法律部干部。

发展,其调整范围较窄的弊端日益显现,出现了不少问题与风险。实践中,各类资产管理产品名目繁多、体系复杂,但在法律层面缺乏统一的监管标准和规范要求,操作混乱,极易产生监管套利,损害投资者的合法权益。特别是私募基金,作为一种金融工具,在缓解中小企业融资难、推动产业结构调整等方面发挥了重大作用,但由于缺乏相应的法律规范,私募基金在运作中法律关系不明确,透明度低,随意性强,一定程度上影响和制约了证券资产管理行业及资本市场的健康稳定发展。

原基金法自2009年启动修改,2012年12月28日经十一届全国人大常委会第三十次会议审议通过,新的《证券投资基金法》(以下简称新基金法)将于2013年6月1日起实施。新基金法适应资产管理行业发展的实践需要,明确了“公开募集”与“非公开募集”的界限,将私募基金作为具有金融属性的金融产品纳入规制范围,同时按照功能监管的理念,统一了金融机构私募基金业务的执业规则和监管要求。<sup>[1]</sup>适当扩大法律的调整范围,有助于完善市场结构,强化市场竞争,并吸引更多的机构投身资产管理行业,促进其发展壮大,也有助于规范私募基金运作,充分发挥其促进资本形成的功能,带动社会和民间投资,提高企业直接融资比例,推动产业结构调整,完善多层次资本市场。

## 一、我国资产管理行业发展现状

随着我国经济的较快发展和居民收入的快速增长,资产管理市场也获得了快速发展,除原基金法规范的由基金管理公司募集管理的证券投资基金之外,商业银行、保险公司、信托公司、证券公司以及部分非金融机构纷纷介入资产管理市场,市场上出现了商业银行发行的个人理财产品、保险公司发行的投资型保险产品、信托公司发行的证券投资信托计划、证券公司发行的集合资产管理计划、基金管理公司办理的特

---

[1] “推动和保障财富管理行业健康发展的重要举措——中国证监会祝贺《证券投资基金法》修订通过”,载中国证监会网站,[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201212/t20121230\\_219905.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201212/t20121230_219905.htm),2013年9月18日访问。

定资产管理业务,以及非金融机构管理的各类私募投资产品等多种形式的资产管理产品。这些投资产品虽然运作方式都是募集他人资金、集合理财,再交由专业机构投资运作,法律属性和经济功能极为类似,但在管理机构、监管依据、募集方式、信息披露和投资者保护等方面存在很大差异。具体包括以下几类(见表1):

### (一) 商业银行的理财产品

目前,业界对商业银行理财产品的法律性质并无明确性。根据中国银监会发布的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》及其配套规则,“商业银行在综合理财服务活动中,可以向特定目标客户群销售理财计划”<sup>[2]</sup>但对于“特定目标客户群”,相关规则并无明确界定。从实践来看,商业银行个人理财产品在销售过程中往往采取公开宣传的手段,投资人的身份不特定,对投资者的财务状况、投资经验以及所募集资金的投资范围也没有严格限制。实践中投资对象涵盖了国债、央行票据、政策性金融债、企业债等固定收益品种,以及信托产品、公开发行的股票、公募基金、境外金融工具、外汇工具、金融衍生品,甚至包括贵金属、房地产等。在组织结构上,银行个人理财产品由商业银行自行募集、自行保管,大多数产品自行管理和运作。对于证券投资类产品,往往采取信托模式,由银行代投资者作为委托人,由信托公司作为受托人,同时聘请基金管理公司、证券公司或其他机构作为投资顾问,形成一种比较复杂的组织架构。<sup>[3]</sup>

### (二) 保险公司的投资型保险产品

部分保险公司向个人投资者发行兼具保险保障和投资保值目的的保险产品,由保险公司或保险资产管理公司担任投资管理人,产品类型主要包括寿险公司的投资连结保险(投连险)、万能险以及财产险公司的投资型保险产品。投资型保险产品都是将投保人所缴纳的保费一部分用于风险保障,另一部分交由保险公司或保险资产管理公司进行专业运作的资产管理。特别是投连险,设置了份额(投资账户单位数)与

---

[2] 《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第十条。

[3] 孟艳菊:“我国商业银行理财产品现状、存在问题及对策”,载《时代金融》2010年第12期。

净值(买入价、卖出价)的概念,保险公司负责每日发布投连险净值,投保人可以在约定的时间内进行申购(投保)与赎回(退保),与基金的运作极为类似。根据中国保监会发布的《投资连接保险管理暂行办法》等相关规定,在募集方式上,投资型保险产品通过保险公司、代理人向社会公众公开销售;在组织结构上,保险公司设立投资账户,负责账户内资金的运用,也可以委托保险资产管理公司进行投资运作,投资者是受益人,根据保监会的要求,鼓励保险公司将投资账户内的资金交由商业银行进行托管,在投资范围上,包括股票、债券、基金及中国保监会允许的其他品种,较为广泛和灵活。

### (三) 信托公司的证券投资信托计划

证券投资信托计划是指由信托公司(2007年之前为信托投资公司)发起设立,向个人或机构投资者募集信托资金,并投资于股票、债券、基金等有偿证券的一种信托产品。<sup>[4]</sup>有两个或两个以上委托人的为集合资金信托计划,仅有一个委托人的为单一资金信托计划。证券投资信托计划中,投资者是委托人兼受益人,信托公司担任受托人,信托公司还必须选择经营稳健的商业银行担任保管人。根据中国银监会发布的《信托公司集合资金信托计划管理办法》等相关规定,集合资金信托计划只能向合格投资者发售,同时该办法对合格投资者做了具体界定,单个信托计划的自然人人数不得超过50人,合格的机构投资者数量不受限制。信托公司不得委托非金融机构推介证券投资信托计划,不得进行公开宣传。此外,未对证券投资信托计划的投资范围和投资限制作出明确规定,具有很大的灵活性。

### (四) 证券公司客户资产管理业务

根据中国证监会发布的《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》及《证券公司定向资产管理业务实施细则》等规定,<sup>[5]</sup>投资者参与客户资产管理业务,需与证券公

---

[4] 参见“百度百科”[http://baike.baidu.com/link?url=Nwrv0AUW6pX\\_VmmTVewVfkzB6joVUgLmWZZnAMu024TwwuEkR4Prkgqyp3IARKEi2jvs9zUm8uDF7deoA2V\\_j\\_](http://baike.baidu.com/link?url=Nwrv0AUW6pX_VmmTVewVfkzB6joVUgLmWZZnAMu024TwwuEkR4Prkgqyp3IARKEi2jvs9zUm8uDF7deoA2V_j_), 2013年9月18日访问。

[5] 2013年6月28日,中国证监会发布了修订后的《证券公司客户资产管理业务管理办法》以及《证券公司集合资产管理业务实施细则》。

司、资产托管机构签署三方集合资产管理合同,证券公司可以为单一客户办理定向资产管理业务,为多个客户办理集合资产管理业务,以及为客户办理特定目的的专项资产管理业务;在募集方式上,除要求定向资产管理业务单个客户的资产净值不得低于人民币 100 万元,对其他客户的资质条件、人数等没有限制性要求。证券公司可以自行推广集合资产管理计划,也可以委托其他证券公司、商业银行或者中国证监会认可的其他机构代为推广;在投资方向上,对于限定性集合资产管理计划,投资范围包括国债、国家重点建设债券、债券型证券投资基金、在证券交易所上市的企业债券、其他信用度高且流动性强的固定收益类金融产品、股票等权益类证券、股票型证券投资基金;对于非限定性集合资产管理计划没有投资范围的限制。

#### (五) 基金管理公司的特定资产管理业务

基金管理公司的特定资产管理业务(以下简称基金专户理财)是指基金管理公司向特定客户募集资金或者接受特定客户财产委托担任资产管理人,由商业银行担任资产托管人,为资产委托人的利益,运用委托财产进行证券投资的一种活动。<sup>[6]</sup>基金专户理财的对象主要是大中型企业以及高端个人投资者,可根据投资者的个性化理财目标、风险承受能力、目标收益率要求等,量身定做符合客户具体需求的个性化产品。根据中国证监会发布的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》及其配套规则的规定,为单一客户办理特定资产管理业务的,客户委托的初始资产不得低于 3000 万元人民币,中国证监会另有规定的除外;为多个客户办理特定资产管理业务的,基金管理公司应当向符合条件的特定客户销售特定多个客户资产管理计划;符合条件的特定客户包括委托投资单个资产管理计划初始金额不低于 100 万元人民币,且能够识别、判断和承担相应投资风险的自然人、法人、依法成立的组织或中国证监会认可的其他特定客户;为多个客户办理特定资产管理业务的,单个资产管理计划的委托人不得超过 200 人,但单笔委托金额在 300 万元人民币以上的投资者数量不受限制;客户委托的初始资产合计不得低于 3000 万元人民币,但不得超过 50 亿元人民币;中国

---

[6] “什么是专户理财”,载《上海证券报》2008 年 4 月 21 日。

证监会另有规定的除外；投资范围上，限于现金、银行存款、股票、债券、证券投资基金、央行票据、短期融资券、资产支持证券、金融衍生品、商品期货，以及未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利，并以“中国证监会规定的其他投资品种”兜底。

#### （六）私募投资机构

私募投资机构采用非公开的方式向特定机构或个人募集资金，进行证券投资。实践中，私募投资机构的形式多样。按照投资对象划分，主要分为私募证券投资机构和私募股权投资机构两大类。私募证券投资机构主要投资二级市场的证券，实践中较为普遍的形式是“阳光私募基金”，即由信托公司发起设立、私募资产管理机构担任投资顾问、商业银行进行托管，定向投资于有价证券的新型集合信托计划。该类产品根据信托相关规定设立，接受中国银监会的监管，最低认购金额一般为100万元到200万元，主要募集对象为资金充足、具有较强风险承受能力的投资者。私募股权投资机构主要投资于未上市的公司股权，主要包括“天使基金”、“风险投资基金”（VC）、“股权投资基金”（PE）、产业基金、创业投资基金、创业投资引导基金等。<sup>〔7〕</sup>从法律关系角度分析，天使基金、VC、PE等并没有本质区别，投资的对象主要都是未上市企业的股权。业界使用不同的称谓，主要是基于这些基金投资的企业处于不同的发展阶段，如主要投资于起步阶段企业的基金一般称为天使基金、VC，而主要投资于发展相对成熟企业的基金称为PE。从实践情况来看，广义的PE是社会经济生活中人们对“私募股权基金”的俗称，更是包含了所有类型的私募股权基金。

根据国家发改委2011年出台的《关于促进股权投资企业规范发展的通知》等相关文件，股权投资企业应当遵照《公司法》和《合伙企业法》有关规定设立，其中以有限责任公司、股份有限公司形式设立的股权投资企业，可以通过组建内部管理团队实行自我管理，也可采取委托管理方式将资产委托其他股权投资企业或股权投资管理企业管理；股权投资企业的资本只能以私募方式，向特定的具有风险识别能力和风

---

〔7〕 蒋颀项：“私募基金监管的国际经验及其对我国的启示”，载《中国经济》2010年10月18日。

险承受能力的合格投资者募集;国家发改委及地方发改委对股权投资企业实行备案管理。2013年,国家发改委发布了《关于进一步做好股权投资企业备案管理工作的通知》,要求各地最迟于2013年6月底出台地方股权投资企业备案管理规则。并规定发现股权投资企业和股权投资管理企业参与发起或管理公募或私募证券投资基金、投资金融衍生品、发放贷款等违规行为的,应当通知其限期整改。创业投资企业按内资与外资不同,分别依照《创业投资企业管理暂行办法》、《外商投资创业投资企业管理暂行规定》设立和运作,从广义上讲,属于私募股权投资企业。产业基金、创投引导基金等往往是政府部门出于产业政策而发起或鼓励设立的,依据《国务院办公厅转发发展改革委等部门关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见的通知》等文件设立和运作。总体来看,相关政府部门对上述机构主要从产业促进、工商登记、外资准入等角度进行管理,而对募集方式、投资运作、产品管理、信息披露、投资者保护等基金监管的主要事项,并没有基于其金融属性作出明确、统一的规定。

除上述私募投资机构外,还有其他类似私募投资机构的民间资产管理机构,包括一大批以理财工作室、投资咨询公司、投资顾问公司等名义或者个人名义,面向特定投资人募集资金进行证券投资管理,基本上游离于现有监管体制之外。

表 1:我国资产管理业务基本情况

项目	监管或管理机构	现行依据	法律关系	管理方式	募集方式	资金投向	资金托管
银行理财产品	中国银监会	2005年11月施行的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》及其配套规则	不明确	保证收益理财产品实行审批制,其他个人理财产品实行报告制	公开募集	不明确	无要求

续表

项目	监管或管理机构	现行依据	法律关系	管理方式	募集方式	资金投向	资金托管
投资类保险	中国证监会	2000年施行的《投资连接保险管理暂行办法》等	不明确	备案制	公开募集	不明确	无要求,但鼓励进行第三方托管
证券投资基金信托计划	中国证监会	2007年3月施行的修改后的《信托公司集合资金信托计划管理办法》等规定	信托关系	核准制	不明确	证券类资产	要求托管
证券公司客户资产管理计划	中国证监会	2012年10月施行的修改后的《证券公司客户资产管理业务管理办法》及其配套规则	委托或信托关系	备案制	非公开募集	证券类资产	要求托管
基金管理公司特定客户资产管理业务	中国证监会	2012年6月施行的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》及其配套规则	委托或信托关系	备案制	非公开募集	证券类资产;未上市股权、债券及其他品种	要求托管
公募证券投资基金	中国证监会	2004年6月施行、2012年修订的《证券投资基金法》及其配套规则	信托关系	原法核准制,新法注册制	公开募集	证券类资产(主要是二级市场证券)	要求托管



续表

项目	监管或管理机构	现行依据	法律关系	管理方式	募集方式	资金投向	资金托管
阳光私募基金	中国银监会	2007年3月施行的修改后的《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》等	不明确	备案制	非公开募集	证券类资产(主要是二级市场证券)	要求托管
股权投资企业	国家发改委	2011年出台的《关于促进股权投资企业规范发展的通知》以及地方政府出台的规定等	企业	备案制	不明确	以未上市股权为主	无要求
创业投资企业	国家发改委	2005年由国家发改委、科技部等十部委发布的《创业投资企业管理暂行办法》等	企业	备案制	不明确	以未上市股权为主	无要求
外商投资创业投资企业	商务部和科技部	2002年由商务部、科技部等五部委发布的《外商投资创业投资企业管理规定》等	企业	核准制	不明确	以未上市股权为主	无要求

续表

项目	监管或管理机构	现行依据	法律关系	管理方式	募集方式	资金投向	资金托管
产业投资基金	国家发改委		不明确	国务院批准设立	不明确	产业领域涉及能源、核电、金融、船舶、水务、装备制造、城市基础设施等	无要求
创业投资引导基金	国家发改委	2008年出台的《国务院办公厅转发发展改革委等部门关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见的通知》等	财政专项资金	地方政府批准设立	政府出资	引导社会资本向符合地方区域功能定位和相关产业政策、产业投资导向的创业企业进行投资	无要求
民间私募投资机构	无	无	不明确	无	不明确	无限制	无要求

## 二、存在的问题

原基金法第二条规定,“在中华人民共和国境内,通过公开发售基金份额募集证券投资基金(以下简称基金),由基金管理人管理,基金托管人托管,为基金份额持有人的利益,以资产组合方式进行证券投资活动,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国信托法》、《中华人民共

和国证券法》和其他有关法律、行政法规的规定。”根据上述规定,原基金法仅调整基金管理公司公开募集的、投资于证券市场的证券投资基金。根据当年的立法文献资料,关于风险投资基金、产业投资基金、私募基金等是否应纳入基金法的调整范围,基金法究竟如何定位,在立法之初就已成为争议的焦点,考虑到当时此类基金在我国正处于起步阶段,与公募证券投资基金也有较大差异,按照“成熟一个、解决一个”的原则,原基金法第一百零一条规定:“基金管理公司或者国务院批准的其他机构,向特定对象募集资金或者接受特定对象财产委托从事证券投资活动的具体管理办法,由国务院根据本法的原则另行规定。”〔8〕最终,一部原计划命名为“投资基金法”的法律调整为“证券投资基金法”,并且实际成为一部规范由基金管理公司管理的、投资于二级市场证券的“公募证券投资基金法”,调整范围大大缩小。

从前述我国目前资产管理行业的实践情况来看,由于政策不明朗、欠缺具体规范、监管标准和监管规则不统一,特别是一部分私募基金活动法律关系不明确、透明度低、随意性强,在市场准入、产品管理、募集方式、组织形式、信息披露、投资者保护等方面没有统一、规范的制度安排,实践中良莠不齐、极为混乱,一定程度上影响和制约了证券资产管理行业及资本市场的健康稳定发展,也衍生了不少问题和风险:

### (一) 私募基金投资主体地位欠缺

由于缺乏明确的法律依据,没有独立的投资主体地位,部分私募投资机构在募集设立、投资运作的过程中,被迫借用信托的外壳在证券市场开户,法律关系复杂,基金管理机构还需向信托公司交纳不菲的账户管理费,运作成本极高;也有部分私募投资机构以公司或者合伙企业的形式存在,但其运作特点和需求难以适应《公司法》、《合伙企业法》的强制规范要求,实践中也往往不严格按照《公司法》、《合伙企业法》运作,极大地阻碍了私募基金行业的发展。

### (二) 欺诈客户现象时有发生

由于没有完善的法律规范,在我国当前的市场环境、司法环境和诚

---

〔8〕 参见《关于〈中华人民共和国证券投资基金法(草案)〉的说明》,转引自全国人大常委会法工委编:《证券投资基金法释义》法律出版社2003年版。

信水平下,投资者合法权益尚难以得到有效保护。其中有的机构从业人员执业操守低下、执业行为不规范,往往以资产管理机构名义从事非法活动。有的甚至利用虚假宣传蒙蔽投资者,保证高收益,承诺固定月息,进行非法集资,并将所募资金挪作他用,诈骗广大群众钱财,损害投资者合法权益,造成了极坏的社会影响,扰乱了市场秩序。如某公司在某地以股权投资基金有限公司名义登记后,在全国各地通过网点、互联网论坛甚至传销等手段发布信息,鼓吹其投资条件低,获利空间大,并获得了当地政府的一系列扶持政策,以投资矿产、土地等项目,承诺固定高额回报为诱饵,共签订协议约14000多份。截至案发,涉案投资者达1.23万人次,涉案金额12.8亿元,涉及29个省、自治区、直辖市,公安机关抓获犯罪嫌疑人20名,冻结资金5.17亿元。<sup>[9]</sup>

### (三) 私募投资机构变相公开,影响社会稳定

一些开展私募业务的机构向社会公开进行广告宣传,私募行为变相公募化,导致大量没有风险识别能力、风险承受能力和自我保护能力的社会公众参与其中,大大增加了社会影响的波及面,一旦市场行情出现调整,影响社会稳定。

### (四) 运作缺乏规范和透明度,危及资本市场的稳定运行

一些机构的开户以及投资管理行为不规范,投机性强,内幕交易、市场操纵、“老鼠仓”交易等违法违规行为难以及时发现和查处,也容易造成市场的非理性波动,一定程度上影响资本市场的健康稳定发展。

### (五) 监管标准不一诱发监管套利,影响公平竞争的市场秩序

各类主体开展的资产管理活动监管标准、管理方式、资金募集和运用的规范各异,经营相同或相似类型的业务,其市场准入、行为规范等诸多环节宽严不一,使市场竞争秩序混乱。

### (六) 利益冲突难以得到有效规制

由于同一基金管理人可以管理多只基金,在运用基金财产对外投资及利益分配的决策过程中,基金与基金管理人之间,基金与基金管理人的股东、实际控制人之间,基金与基金管理人的从业人员之间,以及不同基金之间可能产生利益冲突,引发内幕交易、利益输送等违法违规行为,

---

[9] “天津私募股权违规乱象”,载《21世纪经济报道》2012年3月29日。

极易损害基金投资者的合法权益。

### (七) 容易衍生系统性风险

一些资产管理机构的资金来源为非法资金,如企业“小金库”、通过地下钱庄进入的“热钱”、赃款等,容易成为滋生洗钱、腐败等违法犯罪活动的温床,以及境外游资进入境内资本市场的便捷和隐蔽通道,极大地影响资本市场和金融市场的稳定。同时,由于缺乏统一的监管监测,目前对于市场有多少个基金管理机构、有多少只基金产品、有多大资金规模、有多少基金投资者等基本情况,没有一个权威、统一的统计数据。由于对其总体运行情况缺乏动态、持续的监测分析,难以发现潜在的系统性风险。例如,据市场机构不完全统计,截至2012年8月,全国活跃的私募股权投资的管理机构共5011家,本土管理机构管理的资金存量达1.3万亿元人民币,而在国家发改委备案的股权投资企业管理机构仅62家。<sup>[10]</sup>如此大体量的资金在市场流动,游离于监管监测体系之外,不但不利于宏观调控,而且一旦风险集中爆发,可能形成系统性金融风险,危及国家金融和经济安全。

综上,如何通过修订法律解决实践中存在的问题,促使各类私募基金规范运作,实现公募基金和私募基金的平衡发展,并进一步推动资产管理行业的快速稳定健康发展,成为此次修法的主要目的之一。

## 三、美国、欧盟等境外市场的相关规定

境外多数国家(地区)的监管机构对于公募基金采取较为严格的规制措施。以美国为例,美国共同基金受到了全面的监管,除受各州法的规范外,还同时受4部联邦法,包括《1933年证券法》、《1934年证券交易法》、《1940年投资顾问法》和《1940年投资公司法》的监管。基金及基金管理人的市场准入、基金的投资运作、信息披露等事项分别受到上述法律的严格规范。如根据《1933年证券法》的规定,公开发售基金份额

---

[10] “国内PE/VC机构超5000家 资金存量1.5万亿元”,载《长江商报》2012年10月26日。

必须向美国证券交易委员会(SEC)进行注册,必须向潜在投资者提供内容广泛、充分、完整的书面形式的募集说明书,信息披露的内容包括基金的投资目标与政策、投资风险以及所有的收费和支出等事项。又如,《1940年投资公司法》对共同基金的日常运作提出了细致的实质性要求,对投资公司的董事会结构、投资公司业务活动的监管等作出了明确规定。<sup>[11]</sup>

传统上,欧美等主要发达国家的监管机构认为,包括私募股权基金在内的私募基金不面向公众发行,且出资人以机构投资者和富裕个人等有较强风险识别能力和风险承受能力的投资人为主,即使个别基金出现风险也不会危及公众利益,因此其私募基金的监管以市场自律为主,大多不要求注册和信息披露,而是由投资人对基金管理机构进行评估、筛选和约束。近年来,随着私募基金的迅速发展,此类基金的行为和影响逐渐引起各国的高度重视。一方面,私募基金迅速膨胀,已对金融系统稳定产生潜在威胁,特别是一些私募基金采用高杠杆方式操作,且产品结构复杂,一旦出现偿付危机,很可能引发系统性风险。另一方面,由于私募基金享有广泛的监管豁免权,仅有出资人能获取相关信息,信息不对称问题较为严重,不利于监管机构及时发现风险隐患。特别是国际金融危机爆发后,境外私募基金遭到严重的冲击,加剧了金融市场的波动,破坏了金融市场的稳定。各国监管机构逐渐意识到长期处于无监管状态使私募基金隐含巨大的系统性风险,纷纷出台相应的法律法规,将包括私募股权基金在内的私募基金纳入监管范畴。

美国在2010年7月颁布了《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》,其中的《2010年私募基金投资顾问注册法》取消了私募股权基金、对冲基金以及其他类型私募基金管理人的注册豁免权,并大幅增加了SEC对私募基金行业的监管规定。根据《2010年私募基金投资顾问注册法》的规定:(1)大部分此前豁免注册的投资顾问(基金管理人)必须按照《1940年投资顾问法》的要求,向SEC注册;(2)目前在SEC注册的小型基金管理人(管理资产规模小于1亿美元)必须转为在各州注册;

---

[11] 参见高家辉:“美国共同基金的历史发展对我国基金业的启示”,载《当代经济》2013年第11期。

(3)合格投资者的资格标准进一步提高;(4)私募基金投资顾问信息披露的内容和范围进一步扩充;(5)适用范围上包括符合规定的非美国投资顾问(基金管理人)。<sup>[12]</sup>虽然根据《2010年私募基金投资顾问注册法》,风险投资基金的基金管理人仍实行注册豁免,但并不排斥SEC依据《1933年证券法》、《1940年投资公司法》等法律法规的反欺诈条款,对其在基金发行、投资运作等各个阶段的内幕交易、虚假陈述等证券欺诈行为进行执法。

欧盟于2011年出台了《另类投资基金经理指令》,这是欧盟首个专门针对私募基金管理人的法律。指令明确对除零售投资基金(UCITC)之外的所有私募基金进行监管,包括对冲基金和私募股权基金。根据相关要求,该指令在2013年对所有新设立的增量私募基金管理人实施,2014年对现有的存量私募基金管理人实施,2018年在欧盟成员国国内全面实施。<sup>[13]</sup>据此,凡是要在欧盟金融市场上运营的另类投资基金管理机构必须先向监管机构注册,以取得执照,并接受监管机构在资质条件、投资者范围、募集方式、信息披露、基金杠杆、流动性管理等方面的监管。

由此可见,加强对包括私募股权基金在内的私募基金的监管已成为各国监管机构的共识,我国基金法修订不仅要充分考虑我国国情和基金行业的发展实践,也要顺应国际发展的潮流,适当借鉴上述国际经验。

#### 四、新基金法的修订情况以及对其理解和适用的思考

在基金法修订过程中,对于此次修法的思路和定位,一直存在较大争议,围绕着募集方式是否公开、基金管理人是否专职、投资方向是否限定于证券类资产这三个要素,形成了以下几种不同方案(见表2):

---

[12] 参见《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》,中国金融出版社2010年版。

[13] 杨友孙:“欧盟《另类投资基金经理指令》评介”,载《金融教学与研究》2012年第3期。

一是“大修”，一种方案是定位于“资产管理法”，在资金募集方面，无论是向2人以上多人募集，还是“一对一”专户委托理财均纳入调整范围；在资金使用方面不做限制，除进行上市证券投资外，还可投资于非上市股权等证券、期货、衍生品种，以及房地产、贵金属、红酒、艺术品等实物。另一种方案是制定“投资基金法”，只要向2人以上多人募集资金进行投资，即适用本法；投资方向上不做限制。较之前一种方案，仅将“一对一”专户委托理财的情形予以排除。大修方案的核心是法律只管资金募集，不管资金运用的具体投向。

二是“中修”，即仍使用“证券投资基金法”的名称，较之于原基金法，在资金募集方面，只要向2人以上多人募集资金，无论公开募集还是非公开募集，均适用基金法；在投资方面有所限制，只规范投资于证券及其衍生品种的基金。证券的范围包括股票等股权凭证（上市股票、未上市股票和未上市的有限公司的股权）和债券（包括国债、公司债、企业债、可转换债等），而投资于贵金属、红酒、艺术品、外汇等其他资产的基金，不受本法规范。

三是“小修”，即不改变原基金法的调整范围和篇章结构，仅对投资于二级市场证券的公开募集基金的有关规定加以补充和完善。

表 2:调整范围修改思路和定位

	名称	资金募集	资金运用	备注
大修	资产管理法	向2人以上多人募集（公募、私募）；“一对一”专户委托理财	既可证券及其衍生品种，其中证券的范围包括股票等股权凭证（上市股票、未上市股票和未上市的有限公司的股权）、债券（包括国债、公司债、企业债、可转换债）等，也可投资其他品种，包括贵金属、红酒、艺术品、外汇等	投资对象不做限制
	投资基金法	向2人以上多人募集（公募、私募）	同上	同上



续表

	名称	资金募集	资金运用	备注
中修	证券投资基金法	向2人以上多人募集(公募、私募)	可投资证券及其衍生品种,其中证券的范围包括股票等股权凭证(上市公司、未上市公司和未上市的有限公司的股权)、债券(包括国债、公司债、企业债、可转换债)等	投资于贵金属、红酒、艺术品、外汇等其他资产的基金,不受本法规范
小修	证券投资基金法	公开募集	可投资上市证券以及证券监管机构规定的其他证券	不改变原基金法的调整范围和篇章结构,仅对公募基金的規定加以补充和完善

立法机关经过反复研究论证,全面总结法律施行以来的经验,结合我国证券市场发展需要,最终确立了“折中”的修改思路,即采用“中修”方案,就调整范围问题,坚持原有体例,对基金的投资标的、法律的篇章结构等作适当完善,但不另起炉灶,不推倒重来,不将其变更为“资产管理法”、“投资基金法”<sup>[14]</sup>

围绕着上述思路,结合我国基金行业发展实践,新基金法在多方征求意见的基础上,做出了一系列的具体制度安排。

#### (一) 划定“公募”与“私募”的界定标准,将私募基金纳入调整范围

根据“中修”的立法思路,在资金募集方面,无论是公开募集还是非公开募集,均适用本法。新基金法明确划定了“公募”、“私募”的界限,将法的调整范围扩展至私募基金,这既是打击非法公募或变相公募、保护投资者合法权益的客观需要,也是支持私募基金规范发展的必然选择。

[14] 参见人大财经委副主任委员吴晓灵在清华大学五道口金融家大讲堂的讲座:“财富管理市场与资本市场发展——兼谈证券投资基金法修改”,载“新浪财经”,<http://finance.sina.com.cn/money/fund/20130403/201215047137.shtml>,2013年4月3日访问。

新基金法第五十一条第二款规定：“公开募集资金，包括向不特定对象募集资金、向特定对象募集资金累计超过二百人，以及法律、行政法规规定的其他情形”；第八十八条规定：“非公开募集资金只能向合格投资者募集，合格投资者累计不得超过二百人”；第九十二条规定：“非公开募集资金，不得向合格投资者之外的单位和个人募集资金，不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会等方式向不特定对象宣传推介。”从上述规定来看，新基金法参考了2005年修订后的《证券法》公开发行与非公开发行的规定，特别是以投资者人数是否超过200人作为“公募”与“私募”的主要界定标准，这一规定也与境外成熟市场主要以人数划线的实践相符。

一种观点认为，从境内外立法实践来看，虽然以人数划线通常是区分公开、非公开的主要做法，但境外立法例中同时存在将具有一定资金实力和风险承担能力的投资者排除在计算基数之外的情形。从我国实践看，信托公司的集合资金运用计划和基金管理公司开展的专户资产管理业务，对于单笔投资金额在300万元以上的投资者，考虑到其资金实力雄厚、风险承担能力较强，往往在其产品设计和营销监管上予以进一步放开，不统计在200人以内。<sup>〔15〕</sup>为了鼓励相关业务发展，可以考虑将具有一定资金实力和风险承担能力的投资者不计算在200人之内。另一种观点认为，如果增加上述例外规定，可能出现《证券投资基金法》与《证券法》的冲突问题，目前股票、债券等公开发行没有豁免计算的安排，例外规定可能导致基金募集和证券发行的“公开”标准不一致。对此，也有观点认为，增加相关的除外规定并不会导致《证券投资基金法》和《证券法》的冲突问题，一方面根据《证券投资基金法》第二条“……适用本法；本法未规定的，适用《信托法》、《证券法》和其他有关法律、法规的规定”，《证券投资基金法》可以就“公开”、“非公开”作出特殊规定，与《证券法》并不抵触；另一方面《证券投资基金法》将200人限制为合格投资者，即200人都是“合格投资者”，而《证券法》就募集对象并未作限制，

---

〔15〕 参见雷戈：“新基金法打开了基金业发展的制度空间”，载《上海证券报》2013年1月8日。

在限定合格投资者的基础上,适当放宽人数限制,也更加科学合理。<sup>[16]</sup>

从新基金法的规定看,对于“公募”与“私募”界定标准的规定采取了谨慎的态度,对单笔投资金额在300万元以上的投资者,并未做出例外规定。这主要是考虑到我国资本市场还处于“新兴加转轨”的发展阶段,机构投资者数量较少,投资者的资金实力和风险承担能力还需要进一步提高,私募基金也是首次被纳入法律的规制范围,私募基金监管的实际经验还不丰富,监管手段还需进一步完善。当然,随着基金行业进一步发展,机构投资者进一步壮大,投资者风险承担能力进一步提高,在具备条件时可以根据实践发展情况对上述规定做出调整。

## (二)明确私募基金的投资范围,为将私募股权基金全面纳入调整范围留出空间

将私募基金纳入基金法的调整范围,是此次法律修订的最大亮点,修订过程中也获得了社会各界的广泛关注,其中。以投资未上市公司股权为主的“私募股权基金”,即社会俗称的“PE”是否纳入本法调整范围,成为争议的焦点问题。

### 1. 发展私募股权基金具有十分重要的意义

由于目前我国法律对私募股权基金并未作出明确界定,其只是社会、经济生活用语,并非法律概念。广义的私募股权基金是通过非公开方式,向少数特定对象募集资金形成的集合型投资理财产品,主要投资于未上市企业股权以及参与上市公司定向增发、并购重组等。从境外成熟市场以及近年来我国私募股权基金的发展实践来看,其作为一种金融工具,在促进企业成长、完善资本市场、推动经济结构调整和提高自主创新等方面具有十分重要的作用,是我国资本市场的有机组成部分和发展的重要领域。

一是有利于提高直接融资比重,防范金融系统风险。目前我国中小企业多、融资难,民间资本多、投资难的“两多两难”问题突出,直接融资和间接融资比重严重失衡,中小企业融资过分依赖商业银行贷款。<sup>[17]</sup>

---

[16] 参见李依璇:“试论私募基金的合格投资者制度”,天津大学2012年硕士学位论文。

[17] 丁化美:“业内观察:民间资本市场的‘两多两难’”,载《中国证券报》2012年7月30日。

以放贷形成债权为主要业务的商业银行往往具有“嫌贫爱富”的天然属性,关注放贷时企业的资产质量,而中小企业由于往往处于创业初期,资本规模、经营资产、市场份额、客户资源、企业利润等方面较为薄弱,其资产质量往往不符合商业银行信贷风控的要求,因而商业银行对其融资支持在理论上和实务中的力度都有限。私募股权基金作为一种重要的直接融资工具,往往不关注企业过去和现在的资产情况,而更关注企业未来的成长性。其投资参股企业,有利于充实企业资本金,解决中小企业融资难的问题,同时与信贷融资形成互补,减少企业对银行贷款的依赖,降低企业融资杠杆率,从而增强整个金融体系的弹性,分散和化解金融体系风险。

二是有利于促进企业成长,推动产业结构调整 and 升级,提高金融服务实体经济的能力。私募股权基金除了注入企业发展急需的资金,往往还通过专业的资产管理,为企业增值提供服务,平衡企业资产负债水平,帮助企业完善治理、提升管理、改进经营,做强做优。<sup>[18]</sup> 特别是新兴产业、高科技行业、创新型企业等中小企业,在促进经济结构调整、拉动就业、增加税收等方面具有较大作用,而这类企业因其固有的成长性,往往是私募股权基金的理想投资对象。大力发展私募股权基金,对于促进企业自主创新,实现创新型国家战略,提高金融服务实体经济特别是实体经济薄弱领域的的能力,具有十分重要的意义。

三是有利于建立和完善多层次资本市场,推动资本市场稳定健康发展。私募股权基金主要投资于未上市企业股权,主要退出渠道是其所投资企业在资本市场上市通过出售股份退出,因而其所投资的企业是资本市场上市公司的重要来源,企业的好坏直接影响到资本市场的健康发展。<sup>[19]</sup> 通过私募股权基金有效挖掘、筛选优质企业特别是中小企业上市,有利于构建和完善多层次资本市场,促进资本市场稳定健康发展。

四是有利于开辟新的投资渠道,吸纳闲置资金进行投资,提高资金使用效率。私募股权基金的投资者大多为机构或具有一定经济实力和风险承受能力的个人,存量资金较大,理财需求旺盛。私募股权基金可以引导

---

[18] 祝春山:“浅议民营企业融资与私募股权基金”,载《经济论坛》2008年第12期。

[19] “聚焦私募股权基金:将成为资本市场重要力量”,载中国证券网, <http://fund.stockstar.com/GA2006102100349032.shtml>, 2006年10月21日访问。

这部分资金投资实体经济,实现资产的保值增值,促进产业发展,同时也有利于改善资本市场投资者结构,增加市场资金供给,提高市场流动性。<sup>[20]</sup>

## 2. 相关条款的起草修改情况

实践中,由于法律缺位、政策不明,我国私募股权基金的发展处于较为混乱的状态,出现了不少问题和风险,其吸纳闲散资金、缓解企业融资难、推动产业结构调整、防范化解金融风险等作用难以得到有效发挥。有一种观点认为,要解决好上述问题,有必要在法律层面提供有力的制度保障,促进其规范发展,并将其纳入集中统一的证券监管体制。

法律修订的初期阶段,基金法征求意见稿<sup>[21]</sup>第二条规定:“在中华人民共和国境内,公开或者非公开募集资金,运用所募集资金设立证券投资基金,由基金管理人管理,为基金份额持有人的利益,进行证券投资活动,适用本法”,明确“证券投资包括买卖股票等股权凭证、债券、其他证券及其衍生品种”。这一规定,体现出了立法机关对于私募股权基金对国民经济发展、资本市场完善的重要作用,以及我国私募股权基金发展和监管的现状的综合考虑,将实践中存在的私募股权基金、私募证券投资基金统一纳入基金法规制。对于这一规定,社会各界对将主要投资于上市证券的私募证券投资基金纳入调整范围没有异议,但对将私募股权基金纳入调整范围并由证券监管机构实施集中统一监管存在较大分歧,主要观点包括:

### (1) 私募股权基金是否具有金融属性

一种观点认为,私募股权基金通过向特定投资者募集资金,以非公开方式投资设立企业或者购买未上市企业股权,属于实业投资,与资本市场没有必然的联系,在资金募集和投资运作环节都不具有公众性,并且实践中没有利用基金进行借贷,不具有杠杆性,应由其自生自灭,不宜从行政监管的角度介入干预。

另一种观点认为,从私募股权基金的性质和特点来看,其具有金融属性,与资本市场紧密联系,应当纳入本法进行调整。

一是从性质上看。私募股权基金由基金管理人募集资金并交专业

---

[20] 参见祝春山:“浅议民营企业融资与私募股权基金”,载《经济论坛》2008年第12期。

[21] 征求意见稿全文参见“21世纪网”,<http://www.21cbh.com/HTML/2012-7-5/1MNTAzXzQ2ODY1Mw.html>。

人员进行管理、投资,其本质是基金管理人募集资金形成的“资金集合体”,对投资者而言,它是一款金融产品,是投资的对象;而对所投经营性企业而言,它是投资的主体,发挥着投资者和投资标的之间的投资通道作用,作为投资工具,它无须像实体企业那样聘请工作人员、建设厂房或其他经营场所、购买设备、进行生产或提供服务。

二是从资金投向和投资收益来看。通过所投企业上市是私募股权基金最主要的退出方式,基金不寻求对所投企业的长期实际控制地位,企业上市后往往也不选派董事及高级管理人员。据有关机构不完全统计,2012年上半年共发生退出案例84笔,其中包括IPO退出75笔,占总退出比例高达89%。而从已上市公司获得PE/VC支持的情况来看,创业板349家已挂牌企业中225家有PE/VC背景,占比64.47%,部分企业背后还潜伏着3家以上的私募投资机构或基金。<sup>[22]</sup>

三是从持有股份的期限来看。经过所投企业上市一年锁定期后,私募投资机构通过减持实现股份转让并套现成为私募股权基金行业的普遍现象。如2012年7月,一批上市公司限售股份集中解禁,仅二周内就有9家上市满一年的公司公告了创投股东减持的信息。<sup>[23]</sup>如此短的持有期限,表明私募股权基金从事的是财务性投资而非实体性投资。

四是从私募股权基金的活跃程度与二级市场的关联程度来看。由于私募股权基金主要以所投企业上市为主要退出渠道,其发展受二级市场影响较大。随着2009年年底创业板推出,拓宽了私募股权基金的退出渠道,其在2010年迎来强劲反弹,募资、投资、退出案例数量均创下历史新高。其中,募集基金82只,总金额276.21亿美元,分别为2009年的2.73倍和2.13倍;投资交易363起,为2009年的3.10倍;IPO退出案例160起,打破了2007年95起的最高记录。<sup>[24]</sup>同时,二级市场低迷也会导致私募股权基金投资额的下滑,以2012年一季度为例,因指数下行,当季度VC/PE支持的企业上市数量和融资额同步减少,因上市退出给VC/PE

---

[22] “2012年上半年中国私募股权市场状态点评”,载中国行业研究网, <http://www.chinairn.com/news/20120705/108425.html>。

[23] “解禁后PE密集套现:两周9公司遭减持”,载《第一财经日报》,2012年7月13日。

[24] “2010年PE投资市场狂热‘募投退’均破历史记录”,清科研究中心,2011年1月10日发布。

带来的平均账面投资回报仅为4.24倍,与2010年、2011年10.90倍、7.81倍平均账面投资回报相差甚远;并且2012年一季度的VC/PE募集资金也大幅缩水,募集基金仅29只,金额9.58亿美元,创2009年以来新低。<sup>[25]</sup>

至于基金的杠杆性问题,目前没有并不等于今后没有,并且有无以及具有多大的杠杆性,并不影响私募股权基金的系统重要性。

综上所述,私募股权基金从事财务性投资而非实体性投资,主要目标是通过所投企业在二级市场上市实现退出,属于直接融资方式,具有金融属性,与资本市场具有高度关联性。如果忽视其金融属性,不能从规范资金募集行为、保护投资者合法权益、防范系统性风险等金融监管的角度安排相应制度,将难以对私募股权基金行业形成规范效果。

(2)将私募股权基金纳入新基金法调整范围是否突破了“证券”的定义

一种观点认为,有限责任公司的股权凭证在《公司法》上表述为“出资”,并没有份额化、标准化、均等化,不属于“证券”,如果明确私募基金的投资范围包括未上市公司有限责任公司股权,与经济生活中对证券的通常理解不一致,特别是与《证券法》第二条关于证券范围的规定不相符,形成法律冲突。

另一种观点认为,《证券投资基金法》的证券范围中包括股权凭证,与《证券法》第二条是协调、衔接的。一方面,《证券法》并未给“证券”下定义,而仅是对其调整对象作出规定,即其规范的“证券”包括股票、公司债券、上市交易的政府债券和证券投资基金份额,以及国务院认定的其他证券。因此,在法理上并不排斥不受证券法规范的其他证券类型。<sup>[26]</sup>

---

[25] “一季度中国PE/VC市场遇冷 平均退出回报下滑至4倍”,载《第一财经日报》2012年4月9日。

[26] 全国人大常委会法工委有关负责同志主编的《证券法(修订)释义》专门对此作了说明,“本法未给‘证券’下定义,因为目前条件还不成熟。但是本法作为规范证券发行、交易及监管过程中产生的各种法律关系的基本法,其调整的对象并不仅限于股票、公司债券的发行和交易,也不限于政府债券、证券投资基金份额的上市交易。考虑到证券市场的发展和产品创新,本法对国务院依法认定的其他证券的发行和交易同样适用。对本法未规定的,或者其他法律、行政法规另有规定的,适用其他法律、行政法规的规定,如公司法、证券投资基金法、国库券条例等”。参见李飞主编:《中华人民共和国证券法(修订)释义》,法律出版社2005年版。

另一方面,从我国的立法实践看,《中华人民共和国刑法》、《中华人民共和国民事诉讼法》、《中华人民共和国企业破产法》等法律各自界定的证券范围并不完全相同,也远超《证券法》规定的范围,但并未造成相应的法律冲突。例如,《刑法》第一百九十一条第一款第(二)项在规定“洗钱罪”时,将“协助将财产转换为现金、金融票据、有价证券”规定为洗钱行为,根据有关部门的释义,有价证券包括股票、债券、邮票等。又如,《民事诉讼法》第一百九十一条规定,债权人请求债务人给付金钱、有价证券,符合条件的,可以向有管辖权的基层人民法院申请支付令;根据有关司法解释,有价证券包括股票、债券、国库券、可转让的存款单等。再如,《企业破产法》第六十九条规定,管理人实施债权和有价证券的转让行为时,应当及时报告债权人委员会,根据有关部门的释义,有价证券包括票据、债券、股票和提单等。

此外,根据《公司法》第一百二十六条的规定,股票是股份公司签发的证明股东所持股份的凭证。股份是股份有限公司股权份额化、标准化的形式,股票是股份公司的股权凭证。股权凭证包括已上市或未上市的股票,也包括有限责任公司向其股东签发的出资证明。因此,股权凭证作为股票的上位概念,是证明公司股东享有相应权利的凭证,也是一种证券。从这个意义上讲,为了适应调整对象的需要,《证券投资基金法》将股权凭证纳入证券投资的范围也并无不妥。

(3) 将私募股权基金纳入新基金法调整范围是否涉及对现行监管体制的重大调整

一种观点认为,按照目前国务院各部门的职责分工,国家发改委“牵头推进产业投资基金和创业投资的发展及制度建设”。<sup>[27]</sup> 目前,国家发改委对产业基金、创业投资基金,商务部对外商创业投资基金等私募股权基金已经实施监管,没有必要对现行监管体制进行重大调整。<sup>[28]</sup>

另一种观点认为,从行政管理的属性上看,以保护投资者合法权益、防范系统性风险为目标的金融监管,与以协调创造更有利行业发展的工商、税务、外资运用等外部环境为目标的产业促进,或基于特定管理职能

[27] 肖莎:“PE立法背后的角力”,载《法治周末》2012年8月21日。

[28] “25家协会上书反对PE纳入基金法”,载《第一财经日报》2012年8月1日。



的外资管理、工商管理、税务管理等,在性质上并不互相排斥,前者为微观、专业的金融监管,后者为宏观、间接的产业促进或基于法定职能的行政管理。将私募股权基金纳入金融监管范畴,并不涉及宏观产业促进等职能的调整,也不涉及对现行体制的重大调整,而是弥补私募股权基金的金融监管环节,是一种遵循金融规律和监管逻辑的理性回归。也就是说,将私募股权基金纳入金融监管范围,并不影响国家有关部门(如工商、税务、工信等)在职能范围内对其进行管理,也不影响国家有关部门或者地方政府出台鼓励、扶持的政策,促使其发展。

(4)将私募股权基金纳入新基金法调整范围是否混淆了其与其他私募基金的差异

一种观点认为,证券投资基金通过向投资者发售基金份额募集资金,以买卖上市交易的证券为目的,属于证券投资;而私募股权基金通过向特定投资者募集资金,以投资设立企业或者购买未上市企业股权为目的。二者在资金募集方式、投资对象、投资运作方式、对投资者的适当性要求、风险防范和监管要求等方面存在很大差异,应当分别立法、分别监管。<sup>[29]</sup>

另一种观点认为,私募股权基金与其他私募基金的差异,仅体现在投资方向方面,其在资金募集、资产安全、利益冲突防范、内部控制、投资者保护等方面并无特殊性;而关于投资方向的问题,法律交由基金合同约定,本身不作过多的强制性规范。因此,法律关于投资方向的弹性规定是与私募股权基金运作的特殊性相兼容的,不存在不可调和的冲突;相反,在资金募集、利益冲突防范、投资者保护等环节,两类私募基金都具有同质性,应当受到同等规范。

由于争议较大,修订草案第一次审议稿求同存异,删除了原征求意见稿第二条第二款的“股权凭证”字样,其第一百零七条第二款规定,“非公开募集基金财产的证券投资,包括买卖或者持有股票、债券,或者国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种。”明确将投资于上市、未上市股份公司股票的私募基金纳入调整范围,对投资于有限责任公司股权凭证等其他证券的私募基金,授权国务院证券监管机构根

---

[29] “25家协会上书反对PE纳入基金法”,载《第一财经日报》2012年8月1日。

据实际情况作出规定。<sup>[30]</sup> 第二次审议稿增加了“基金份额”作为私募基金的投资对象,为“基金中的基金”这一创新产品提供了制度空间。

修订草案第二次审议之后,对于一审稿、二审稿关于以私募基金投资范围为表现形式的法律调整范围问题,又存在不同观点。如有观点认为,将投资股票的私募股权基金明确纳入、而将投资有限公司股权的私募股权基金排除适用基金法的规定,将人为地分割私募股权基金的种类,导致投资不同标的的私募股权基金适用不同的规则,并通过立法方式固化这种规则和管理方式分割的“碎片化”倾向。实践操作中的私募股权基金既可以投资于股份有限公司的股票,也可以投资于有限责任公司的股权,还可以投资国有独资公司的股权。上述规定使私募股权基金或者就如何适用法律规则产生混乱,或者接受多重规则的约束,“叠床架屋”,接受不同机构的监管、参加不同的自律协会,增加成本、造成浪费。也有观点认为,将私募股权基金纳入本法,涉及对现行监管体制的重大调整,有关方面对此意见分歧较大,目前立法规范私募股权基金的立法条件并不具备,时机还不成熟。还有观点认为,私募基金买卖公开发行的股份有限公司的股票,会对证券市场和公众利益产生重要影响,可由本法调整,但对投资于非公开发行的股权或者股票的活动,仍按照现行部门职责分工进行管理为宜,对买卖股票的范围,可以规定的更明确一些。<sup>[31]</sup> 另有观点认为,2005年修订后的《公司法》降低了股份有限公司的设立条件,取消了“必须经过国务院授权的部门或者省级人民政府批准”的规定,设立股份有限公司或者有限责任公司变更为股份有限公司,只要符合《公司法》、《公司登记管理条例》的规定,在法定的期限内向公司登记机关申请设立、变更登记即可,有限责任公司的“股权”转变为股份公司的“股票”,在实践中相当便利。私募股权基金以中小企业为主要投资对象,而此类企业在发展初期往往采用有限责任公司的组织形式,发展到一定程度和阶段后,再通过组织形式变更等方式改制为股份有限公司。上述规定按照私募股权基金投资对象组织形式的不同划分

---

[30] 参见全国人大财经委副主任委员吴晓灵:《关于〈中华人民共和国证券投资基金法(修订草案)〉的说明》。

[31] 参见《全国人民代表大会法律委员会关于〈中华人民共和国证券投资基金法(修订草案)〉审议结果的报告》。

调整范围,对两类私募股权基金采用不同的监管标准,由不同监管机构监管,人为分割了基金市场和监管体制,可能产生监管套利、监管衔接困难等一系列问题,引发系统性风险,也不利于私募股权基金解决中小企业融资难的功能的发挥。

新基金法第九十五条第二款规定:“非公开募集基金财产的证券投资,包括买卖公开发行的股份有限公司股票、债券、基金份额,或者国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种。”根据这一规定,股票被限定为“公开发行的股份有限公司股票”,并保留了授权监管机构补充规定的内容。此外,值得注意的是,与一审稿、二审稿相比,新基金法删除了私募基金证券投资“包括买卖或者持有”中的“持有”字样。有观点认为,私募基金投资于上市或未上市的股份有限公司的股票,并不限于狭义“买卖”的行为方式。以并购基金为例,一只私募基金投资于某未上市公司的股票或股权,成为该公司股东,随后上市公司以发行股份购买资产的方式进行并购,未上市的公司成为上市公司的全资子公司,包括私募基金在内的未上市公司原股东成为上市公司的股东。这个过程中,基金“持有”股票,但未“买卖”股票。当然,从广义的角度理解,“买卖”可以涵盖上述“股权”换成“股票”的交易方式,在条文中明确列举“持有”,可能徒增歧义,且挂一漏万。

总之,从征求意见稿到表决稿,关于私募基金投资范围的规定不断变化(见表3),其核心是私募股权基金是否纳入调整范围以及如何纳入调整范围。

表3:调整范围相关规定变化情况

征求意见稿	一读稿	二读稿	三读(表决)稿
第二条第二款:前款所称证券投资,包括买卖股票等股权凭证、债券、其他证券及其衍生品种。	第一百零七条第二款:非公开募集基金财产的证券投资,包括买卖或持有股票、债券,或者国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种。	第九十七条第二款:非公开募集基金财产的证券投资,包括买卖或持有股票、债券、基金份额,或者国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种。	第九十五条第二款:非公开募集基金财产的证券投资,包括买卖公开发行的股份有限公司股票、债券、基金份额,以及国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种。

### 3. 如何理解新基金法的相关条款

从新基金法的上述规定来看,投资于二级市场证券的私募基金已被明确纳入调整范围,而私募股权基金是否纳入调整范围,需要进一步具体分析。

法律修订通过后,对于私募股权基金是否纳入调整范围以及如何理解新基金法的相关规定,立法参与者多次在不同场合表达了意见,如全国人大财经委有关负责同志表示,“明确 VC 和 PE 的法律地位,对于投资者和经营者来说都有好处”,私募股权基金未能完全纳入调整范围“是最大的遗憾也是最大的争论,但是本次修法为统一监管留下了接口和空间”,就是“授权证券监管机构可以拓展证券的范围”。<sup>[32]</sup>作为基金法修改小组成员的原全国人大财经委法案室负责同志表示,私募基金投资对象“后面还加了一个‘尾巴’,即国务院监管部门认定的其他证券,既吸纳了一部分反馈意见,又没有限死,将来投资范围如果要扩大,只要监管部门认可的都可以”;新基金法未明确将私募股权基金纳入调整范围,“对将来创投事业的发展是一个巨大限制,好在法律还有另外变通的方法”,“通过在投资范围上增加国务院监管部门认定的其他证券这一变通方式来纳入私募股权基金”。<sup>[33]</sup>

根据《公司法》的规定,公司包括股份有限公司和有限责任公司,股份有限公司还包括公开发行股票的公司(公众公司)和非公开发行股票的公司(非公众公司),而公众公司又包括上市公司和非上市公司。如前所述,“私募股权基金”是社会、经济生活中的用语,法律对其内涵、外延未作界定,目前实践中的私募股权基金,有的投资于有限责任公司的股权,有的投资于未上市股份有限公司的股票(见图1)。

如图1中所示,根据新基金法私募基金投资范围包括“买卖公开发行的股份有限公司股票、债券、基金份额”的规定,实践中投资于公开发行但未上市的股份有限公司股票的私募股权基金已由新基金法调整。对投资于有限责任公司股权、未公开发行股份公司股票的私募股权基金,新基金法既未明确适用,也未明确排除适用,而从前述投资范围包括

[32] 吴晓灵:“基金修法留遗憾 PE 未能入法”,载《第一财经日报》2012年12月21日。

[33] 朱少平:“证监会不是‘股票会’”,载《华夏时报》2013年3月14日。

“国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种”的规定看,为此类私募股权基金适用基金法留出了空间。

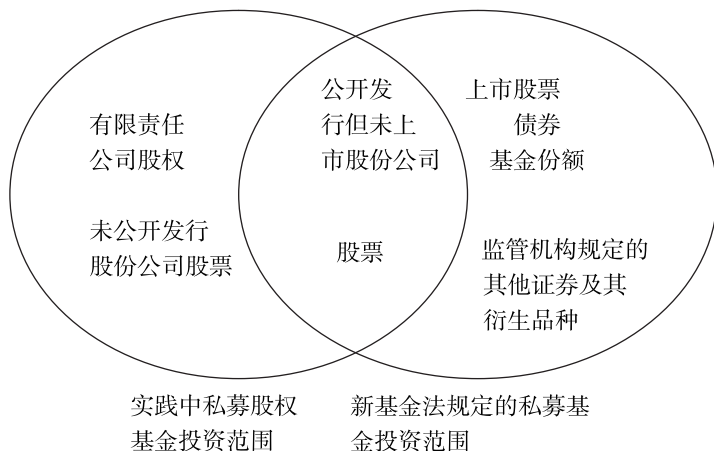


图 1: 私募股权基金投资范围与新基金法规定对比情况

随着社会各界对市场规律的认识进一步深化,对行业规范发展的要求进一步提升,对私募基金的运作特点进一步了解,各方可能对私募股权基金的特征属性及是否适用基金法形成统一的认识。在有关部门对私募基金的募集、运作及管理进一步研究,进而由国务院对监管体制作出安排、明确部门管理职责的情况下,国务院证券监督管理机构按照国务院的要求可以依据前述授权条款对私募基金的投资范围作出相应规定,涵盖有限责任公司股权、未公开发行股份公司股票等投资品种。并且,近年来,有学者认为我国《证券法》规定的“证券”范围较窄,难以适应资本市场创新发展的实践需要,呼吁修改《证券法》,进一步扩大“证券”的范围。<sup>[34]</sup> 如果将来《证券法》修改后,“证券”的范围进一步扩大,在法律层面确认股权凭证属于“证券”,各方的认识将更加统一。

如前所述,新基金法采用回避的态度,没有明确私募股权基金是否适用,并不排除相关机构选择自愿按照新基金法的规定,在资金募集、内部控制、风险管理等方面作出更严格的安排;也不影响其自愿接受基金法调整取得私募基金管理人身份,从而为“私募”转“公募”,取得公募牌

[34] “《证券法》纳入全国人大常委会立法修改规划”,载《经济参考报》2013年9月9日。

照作铺垫。

随着新基金法的实施,为进一步规范私募股权基金管理,理顺相关部门的职责关系,经国务院和中央编委批准,中央编办发于2013年6月19日发布《关于私募股权基金管理职责分工的通知》(中央编办发[2013]22号),对私募股权基金管理职责分工予以明确:一是证监会负责私募股权基金监督管理,组织拟订监管政策、标准和规范,对设立私募股权基金实行事后备案管理,负责统计和风险监测,组织开展监督检查,依法查处违法违规行为,承担投资者权益保护工作;二是发展改革委负责组织拟订促进私募股权基金发展的政策措施,会同有关部门根据国家发展规划和产业政策研究制定政府对私募股权基金出资的标准和规范、出资比例、退出机制等;三是证监会、发展改革委要建立部门间协调配合机制,实现信息共享。证监会定期将私募股权基金的备案和统计监测等情况通报发展改革委;发展改革委发现私募股权基金存在不符合有关发展规划和产业政策的,及时通报证监会进行查处。<sup>[35]</sup>

值得注意的是,与公募基金相比,前述关于私募基金投资范围的规定采用了不同的表述方式。新基金法第七十三条规定:“基金财产应当用于下列投资:(一)上市交易的股票、债券;(二)国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生种。”公募基金只能投资于基金法规定的范围,投资于其他对象的产品不属于新基金法所规范的公募基金,如果按照基金法的规定设立和运作,又不遵守公募基金投资范围的相关规定,则属于违法行为。而私募基金采用了“包括买卖……”的表述,对于私募基金来说,是否可理解为只要基金管理人管理的基金资产类别中含有上述规定的资产种类,即属于本法的调整范围,仍需要在配套规则或者解释中予以进一步明确。如果上述问题被予以明确,随着基金因所投资企业股份制改造、参与对上市公司的换股并购等而持有公开发行公司的股票,其在此之前的自愿接受监管也将使其取得“安全港”效应。

**(三) 引入功能监管理念,统一规范各类机构开展的私募基金业务**  
如前所述,实践中各类机构开展的资产管理业务种类繁多,部分机

---

[35] 中央编办明确私募股权基金管理职责分工,载人民网,<http://cpc.people.com.cn/n/2013/0702/c164113-22040815.html>,2013年7月9日访问。

构以“资产管理”、“委托理财”的名义开展的证券投资管理活动,与私募基金运作的机理和业务流程较为类似,有的是金融机构,如商业银行、保险公司、信托公司、证券公司等推出的理财产品、投资连结险、资金信托计划、资产管理计划等,也有各类民间资产管理机构,如投资公司、理财工作室等。实践中,这类机构的证券投资管理活动往往没有法律上的依据,虽然部分金融机构的私募业务已由相关监管机构制定的一些规章、规范性文件予以监管,但由于监管规则 and 标准不统一,相关业务的产品管理、行为规范、信息披露、投资者保护、监督检查等存在差异,容易产生监管套利,损害投资者的合法权益,有必要统一各类机构开展私募业务的行为标准和监管要求。

从修订草案征求意见稿的内容来看,<sup>[36]</sup>除专章规定私募基金业务外,对私募基金管理人还按照区别监管的理念,采用明确列举的方式,规定了私募基金管理人应当适用的部分条款,如从业人员买卖证券、从业人员的消极条件以及禁止性行为等,而公募基金管理公司设立审批、风险处置等条款,均不适用于私募基金管理人。同时,征求意见稿一百零二条第二款规定:“商业银行等金融机构非公开募集资金进行证券投资的管理办法,由国务院另行规定。”充分考虑了金融行业目前分业监管的现状,明确各类金融机构开展的私募业务未纳入新基金法调整。

根据相关立法文献,审议过程中,有意见认为,“实践中通过非公开募集资金进行证券投资活动的方式较多,所依据的部门规章也各不相同,新基金法应当考虑这种实际情况”。法律委员会经研究认为,以非公开方式募集资金进行证券投资活动,都应统一适用本法,但对其基金管理人的资质等要求可按现行管理体制规范。据此,建议在二审稿第二章中增加规定:“对非公开募集基金的基金管理人进行规范的具体办法,由国务院金融监督管理机构依照本章的原则制定。”<sup>[37]</sup>(见表4)

---

[36] 征求意见稿全文参见“21世纪网”,<http://www.21cbh.com/HTML/2012-7-5/1MNTAzXzQ2ODY1Mw.html>。

[37] 参见《全国人民代表大会法律委员会关于〈中华人民共和国证券投资基金法(修订草案)〉修改情况的汇报》。

表 4: 私募基金管理人管理相关规定修订变化情况

征求意见稿	一读稿	二、三读(表决)稿
第七十五条之十一:非公开募集基金的基金管理人,适用本法第十五条、第十七条之一、第十八条、第二十条、第二十一条之二、第二十一条之三的规定。 第一百零二条第二款:商业银行等金融机构非公开募集资金进行证券投资的管理办法,由国务院另行规定。	第一百一十条:非公开募集基金的基金管理人,适用本法第十二条第一款、第十六条、第十九条、第二十条、第二十一条第(一)至(五)项和第(九)至(十一)项、第二十二条的规定。	第三十四(二)条:对非公开募集基金的基金管理人进行规范的具体办法,由国务院金融监督管理机构依照本章的原则制定。

从上述规定来看,新基金法在现行机构监管的体制下,引入了法律关系和性质相同的行为适用相同的监管标准和规则的功能监管理念,统一了各类机构开展私募基金业务的监管标准和业务规则;同时,考虑到这类业务规模较大,有关监管部门也初步制定了有针对性的管理办法,在将其纳入基金法调整的同时,授权国务院金融监督管理机构依照本法的原则,制定对私募基金管理人进行规范的具体办法。根据上述规定,对各类金融机构开展的私募基金业务,其资金募集、产品发售、信息披露、内部控制、投资者保护等方面,统一适用新基金法标准予以规范,如必须面向合格投资者募集,合格投资者人数不得超过 200 人,不得采用电视、广播、互联网等公众媒体形式公开宣传推介等;而在目前金融行业分业经营、分业管理的条件下,对其基金管理人的资质条件、业务准入等要求可按现行管理体制予以规范,由其主管机构分别制定具体办法。

当然,对新基金法的上述修改也存在一些不同意见,如有观点认为,上述规定改变了一审稿限定适用部分条款、排除适用其他条款的做法,仅是概括授权“国务院金融监督管理机构依照本章的原则”制定具体办法,可能引发私募基金对其监管过严的误解,不利于区分公募、私募,根据私募的特点而采取灵活、宽松的制度安排,从而影响监管的针对性和有效性。上述意见不无道理,建议在落实关于新基金法的相关规定、制定配套规章时予以考虑,认真梳理“基金管理人”一章的相关条款,仅针对公募业务的相关条款,不宜引入私募业务领域。另一种观点认为,“国务院金融监督管理机构依照本章的原则制定”的表述较为原则,金融监



管机构之间的职责分工仍不明晰,可能引发私募基金市场的担心和疑虑。

新基金法采用了“国务院金融监督管理机构”这一证券、银行业、保险监管机构的上位概念的原则表述,一方面,各类金融机构作为私募基金的基金管理人的具体管理办法,可按照现行的金融监管体制,分别由其监管部门制定;另一方面,随着社会各界对私募基金运作特点的了解进一步加深,对行业规范发展的要求进一步增强,如果将来国务院对现行监管体制进行调整,将其交由一个监管部门承担集中统一的监管职责,新基金法的“由国务院金融监督管理机构依照本章的原则制定”的表述,也为监管体制的调整留出了空间。

#### (四) 募集方式、组织形式、投资标的与调整范围的关系

新基金法参照公司治理机制和合伙企业运作机理,对传统契约型基金制度进行加以完善,形成了普通契约型基金、设常设机构的契约型基金和以部分持有人承担无限连带责任的契约型基金三类组织形式。修订过程中,存在将募集方式、组织形式与投资标的的交织在一起进行理解、讨论调整范围的问题,较为混乱,或者只根据某一方面要素阐述观点,不够周延。实际上,募集方式、组织形式、投资标的三者是有机联系的,不能割裂开来理解,按照这三个要素进行区分,可以组成种类不同的基金(见表5、表6):

表 5: 公开募集基金的基金类型

投资范围组织形式	普通契约型基金	设常设机构的契约型基金	部分持有人承担无限责任的契约型基金
上市交易的股票、债券等证券及其衍生品种	√	√	×
公开发行但未上市股票等证券及其衍生品种	?	?	×
非公开发行公司的股票、股权等	?	?	×

图示:“√”表示纳入本法调整范围;“?”表示尚未明确纳入本法调整范围;“×”表示不存在此类基金。

根据新基金法的规定,公募基金可以采用普通契约型基金的组织形式,也可以通过基金份额持有人大会设立常设机构,履行相应职权。而

约定部分基金份额持有人承担无限连带责任的特殊机制的契约型基金,只是针对私募基金做出的安排,不适用于公募基金。如前所述,新基金法对公募基金的投资范围提出了强制性要求。据此,新基金法规范的公募基金,不论采取哪种组织形式,必须投资于上市交易的股票、债券以及监管机构规定的其他证券及其衍生品种;对于公募基金是否允许投资于公开发行人但未上市的股票、非公开发行公司股票、股权等品种,在证券监管机构依据法律授权作出规定之前,尚未明确。

表 6:非公开募集基金的基金类型

投资范围组织形式	普通契约型基金	设常设机构的契约型基金	部分持有人承担无限责任的契约型基金
上市交易的股票、债券等证券及其衍生品种	√	√	√
公开发行但未上市股票等证券及其衍生品种	√	√	√
非公开发行公司的股票、股权等	?	?	?

图示:“√”表示纳入本法调整范围;“?”表示尚未明确纳入。

根据新基金法的规定,私募基金可以采用任意一类组织形式,如前所述,投资品种包括上市公司股票、公开发行但未上市股份公司股票、债券、基金份额的私募基金,无论采用何种组织形式,都纳入新基金法规制范围;对于投资非公开发行公司股票、股权的三种组织形式的私募基金,既未明确适用新基金法,也未明确排除适用。

此外,按照新基金法第二条“……公开或者非公开募集资金设立证券投资基金,由基金管理人管理,基金托管人托管……”的规定,基金都具备基金资产由第三人管理的特点。因此,根据新基金法第一百五十四条“公开或者非公开募集资金,以进行证券投资活动为目的设立的公司或者合伙企业,资产由基金管理人或者普通合伙人管理的,其证券投资活动适用本法”的规定,即使未按新基金法规定的组织形式设立基金,而是借用公司、合伙企业的外壳,无论公开或者非公开募集,只要其将资产交由第三人(基金管理人或者普通合伙人)管理,即纳入新基金法调整范围,适用新基金法的规定。